





دانشکده علوم اقتصادي
گروه حسابداری

پایان نامه کارشناسي ارشد رشته حسابداری

رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران

استاد راهنما:

دکتر یحیی حساس یگانه

استاد مشاور:

دکتر جعفر باباجانی

پژوهشگر:

عبدالله مولودی

اسفند ماه ۱۳۸۸

اظهارنامه دانشجو:

موضوع پایان نامه : رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران

استاد راهنما: دکتر یحیی حساس یگانه

اینجانب عبدالله مولودی دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشکده علوم اقتصادی به شماره دانشجویی ۸۴۲۵۱۲۰۰۶ گواهی می‌نمایم که تحقیقات ارائه شده در این پایان نامه توسط شخص اینجانب انجام شده و صحت و اصالت مطالب نگارش شده مورد تأیید می‌باشد و در موارد استفاده از کار دیگر محققان به مرجع مورد استفاده اشاره شده است. به علاوه گواهی می‌نمایم که مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی توسط اینجانب یا فرد دیگری ارائه نشده است و در تدوین متن پایان نامه چارچوب مصوب دانشکده را به‌طور کامل رعایت کرده‌ام.

امضاء دانشجو:

تاریخ:

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری آقای عبدالله مولودی تحت عنوان:

رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران

در تاریخ ۸۸/۱۲/۰۴ توسط هیأت داوران زیر بررسی و به تصویب نهایی رسید.

نام و نام خانوادگی
امضاء

اعضای هیأت داوران
رتبه علمی

۱. استاد راهنما دکتر یحیی حساس یگانه استادیار

۲. استاد مشاور دکتر جعفر باباجانی دانشیار

۳. استاد داور دکتر عباس هشی استادیار

امضاء نماینده تحصیلات تکمیلی

سپاسگزاری:

سپاس خدا را بر آنچه از وجود مبارکش به ما شناسانده و بر آنچه از شکرش به ما الهام فرموده و بر آن درهای دانش که به پروردگارش به ما گشوده است.

بدینوسیله از زحمات بی‌دریغ استاد گرامی جناب آقای دکتر یحیی حساس یگانه که در تمام مراحل تهیه این پایان نامه با راهنمایی‌های ارزشمند و راهگشای خود مرا یاری نمودند و همچنین استاد ارجمند، جناب آقای دکتر جعفر باباجانی که با رهنمودهای خود در انجام این مهم کمکهای فراوانی به بنده نمودند، صمیمانه قدردانی می‌نمایم و از خداوند متعال توفیق روز افزون برای ایشان مسئلت دارم.

در اینجا بر خود لازم می‌دانم از اساتید، دوستان و عزیزانی که در تمام مراحل انجام این تحقیق "همچون من" همراه من بوده و مرا یاری نمودند قدردانی نمایم. باشد که این یادآوری نمایانگر سپاس بی‌پایان من نسبت به کمک‌های بی‌دریغ آنان به شمار آید.

تقدیم به

پدر و مادر عزیزم

به پاس

تعبیر عظیم و انسانیشان از کلمه ایثار و از خودگذشتگی

و همسر مهربانم

به پاس

صبر و تحمل مشکلات پا به پای من

چکیده :

در این تحقیق به رابطه درصد مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز سهامداران نهادی، پاداش هیات مدیره، مدیران غیرموظف، و تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده

برای سهامداران به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد پرداخته می‌شود. برای این منظور اطلاعات ۶۳ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۷-۱۳۸۱ مورد استفاده قرار گرفت. جهت آزمون فرضیه‌ها، شرکتهای نمونه به دو دسته تقسیم شدند: گروه اول، شرکتهایی که خلق ارزش داشته‌اند (نرخ بازده واقعی سهام بیشتر از نرخ بازده موردانتظار است) و گروه دوم، شرکتهایی که تخریب ارزش نموده‌اند (نرخ بازده واقعی سهام کمتر از نرخ بازده موردانتظار است). نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روشهای آماری رگرسیون و مقایسه میانگین دو جامعه (t-test) نشان داد که :

۱. در شرکتهایی که خلق ارزش داشته‌اند، رابطه بین پاداش هیات مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهامداران مستقیم و معنادار است.
۲. در شرکتهایی که تخریب ارزش نموده‌اند، رابطه بین میزان تمرکز سهامداران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران مستقیم و معنادار است.
۳. در شرکتهایی که تخریب ارزش نموده‌اند، رابطه بین نسبت مدیران غیرموظف و پاداش هیات مدیره با ارزش ایجاد شده برای سهامداران معکوس و معنادار است.
۴. بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی : حاکمیت شرکتی، ارزش ایجاد شده برای سهامداران، سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، پاداش، ترکیب هیات مدیره

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
فصل اول: کلیات تحقیق	
۱-۱) مقدمه.....	۲
۲-۱) تشریح و بیان مساله.....	۲
۳-۱) اهمیت تحقیق و ضرورت آن.....	۵
۴-۱) اهداف تحقیق.....	۶
۵-۱) فرضیه‌های تحقیق.....	۷
۶-۱) استفاده کنندگان از تحقیق.....	۷
۷-۱) روش تحقیق.....	۷
۱-۷-۱) روشهای گردآوری اطلاعات و نحوه محاسبه متغیرها.....	۷
۲-۷-۱) روشهای مورد نظر برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها.....	۸
۸-۱) قلمرو تحقیق.....	۹
۱-۸-۱) قلمرو زمانی.....	۹
۲-۸-۱) قلمرو مکانی.....	۹
۹-۱) تعریف واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی.....	۹
۱۰-۱) ساختار کلی تحقیق.....	۱۰
فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق	
۱-۲) بخش اول: حاکمیت شرکتی.....	۱۲
۱-۱-۲) حادثه انرون.....	۱۲

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
۲-۱-۲) حاکمیت شرکتی چیست؟	۱۴
۳-۱-۲) چارچوب نظری حاکمیت شرکتی	۱۷
۱-۳-۱-۲) دیدگاه‌های سهامدار محوری	۱۷
۲-۳-۱-۲) دیدگاه‌های ذینفع محوری	۱۸
۳-۳-۱-۲) یک دیدگاه چندگانه از حاکمیت شرکتی	۲۱
۴-۱-۲) حاکمیت شرکتی در انگلستان	۲۴
۵-۱-۲) حاکمیت شرکتی در امریکا	۲۶
۶-۱-۲) حاکمیت شرکتی در ایران	۲۷
۷-۱-۲) اصول حاکمیت شرکتی	۳۰
۸-۱-۲) سیستم‌های حاکمیت شرکتی	۳۱
۹-۱-۲) مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی	۳۲
۱۰-۱-۲) نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی	۳۳
۱۱-۱-۲) تفکیک وظایف رئیس هیات مدیره و مدیر عامل	۳۶
۱۲-۱-۲) نقش مدیران غیرموظف	۳۷
۱۳-۱-۲) تعارض و تعامل منافع مدیر و سهامدار	۳۹
۱-۱۳-۱-۲) طرح پاداش مدیران	۴۱
۱۴-۱-۲) نقش سهامداران نهادی در حاکمیت شرکتی	۴۴
۲-۲) بخش دوم: ارزش ایجاد شده برای سهامداران	۵۰
۱-۳-۲) مقدمه	۵۰
۲-۲-۲) طبقه‌بندی معیارهای ارزیابی عملکرد	۵۰
۳-۲-۲) تعریف خلق ارزش برای سهامدار	۵۳
۱-۳-۲-۲) افزایش ارزش بازار حقوق مالکانه	۵۴

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۵۵	۲-۳-۱-۲ ارزش افزوده سهامدار.....
۵۶	۳-۳-۲-۲ بازده سهامدار.....
۵۷	۴-۳-۲-۲ بازده موردنیاز برای سهامداران.....
۵۷	۵-۳-۲-۲ ارزش ایجاد شده برای سهامدار.....
۵۸	۶-۳-۲-۲ بازده سهامدار باید با چه چیزی مقایسه شود؟.....
۶۰	۳-۲ بخش سوم: پیشینه تحقیق.....
۶۰	۱-۳-۲ تحقیقات خارجی.....
۷۵	۲-۳-۲ تحقیقات داخلی.....
۸۷	۴-۲ خلاصه فصل.....

فصل سوم: روش تحقیق

۸۹	۳-۱ مقدمه.....
۸۹	۲-۳ فرضیه های تحقیق.....
۹۰	۳-۳ متغیرهای تحقیق و تعاریف عملیاتی آنها.....
۹۵	۴-۳ روش شناسی تحقیق.....
۹۶	۵-۳ جامعه آماری و نمونه تحقیق.....
۹۹	۶-۳ قلمرو تحقیق.....
۹۹	۷-۳ ابزار اندازه گیری و روش گردآوری اطلاعات.....
۱۰۲	۸-۳ روش های آماری و آزمون فرضیه ها.....
۱۰۲	۹-۳ خلاصه فصل.....

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۱۰۴	۴-۱ مقدمه.....
-----	----------------

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
(۲-۴) آمار توصیفی.....	۱۰۴
(۳-۴) آمار استنباطی.....	۱۱۱
(۱-۳-۴) آزمون فرضیه اول.....	۱۱۳
(۲-۳-۴) آزمون فرضیه دوم.....	۱۱۷
(۲-۳-۴) آزمون فرضیه سوم.....	۱۲۱
(۱-۳-۴) آزمون فرضیه چهارم.....	۱۲۵
(۱-۳-۴) آزمون فرضیه پنجم.....	۱۲۹
(۴-۴) خلاصه فصل.....	۱۳۱

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

(۱-۵) مقدمه.....	۱۳۴
(۲-۵) یافته های حاصل از تحقیق.....	۱۳۴
(۱-۲-۵) فرضیه اول.....	۱۳۵
(۲-۲-۵) فرضیه دوم.....	۱۳۶
(۳-۲-۵) فرضیه سوم.....	۱۳۸
(۴-۲-۵) فرضیه چهارم.....	۱۳۹
(۵-۲-۵) فرضیه پنجم.....	۱۴۰
(۳-۵) محدودیت های حاصل از تحقیق.....	۱۴۱
(۴-۵) پیشنهادها.....	۱۴۲

منابع

منابع فارسی.....	143
منابع انگلیسی.....	147

فهرست جداول و اشکال

صفحه	عنوان
23	شکل ۱-۲: زنجیره فرآیند حاکمیت شرکتی.....
39	شکل ۲-۲: تعارض و تعامل منافع مدیر و سهامدار.....
55	شکل ۳-۲: افزایش ارزش بازار و ارزش افزوده سهامدار و ارزش ایجاد شده سهامداران جنرال الکترونیک.....
55	جدول ۱-۲: ارزش بازار سرمایه جنرال الکترونیک و افزایش آن در طی سال.....
56	جدول ۲-۲: افزایش ارزش بازار سرمایه و ارزش افزوده سهامداران جنرال الکترونیک.....
57	جدول ۳-۲: بازده سهامدار جنرال الکترونیک.....
57	جدول ۴-۲: بازده اوراق قرضه ۱۰ ساله و بازده موردنیاز برای سهامدار جنرال الکترونیک.....
58	جدول ۵-۲: ارزش ایجاد شده برای سهامداران جنرال الکترونیک.....
59	شکل ۴-۲: معیارهای موجود برای مقایسه با بازده سهامدار.....
80	جدول ۶-۲: خلاصه تحقیقات خارجی.....
84	جدول ۷-۲: خلاصه تحقیقات داخلی.....
93	جدول ۱-۳: میزان همبستگی هزینه سرمایه طبق مدل‌های مختلف با مقدار β
98	شکل ۱-۳: الگوریتم انتخاب نمونه تحقیق.....
105	جدول ۱-۴: آمار توصیفی داده‌های تجمعی.....
107	جدول ۲-۴: آمار توصیفی داده‌های مقطعی سالهای ۸۶-۸۱.....
108	جدول ۳-۴: آمار توصیفی داده‌های مقطعی سالهای ۸۷-۸۵.....
110	جدول ۴-۴: آمار توصیفی داده‌های مقطعی و تجمعی برای متغیر DUAL.....
112	جدول ۵-۴: نتایج حاصل از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف بر اساس معیار CPSV.....
114	جدول ۶-۴: نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی.....
115	جدول ۷-۴: نتایج آزمون تکمیل فرضیه اول از نظر مالکیت سهامداران.....
116	جدول ۸-۴: نتایج آزمون تکمیل فرضیه اول از نظر علامت CPSV.....
117	جدول ۹-۴: نتایج آزمون تکمیل فرضیه اول از نظر نوع صنعت.....
118	جدول ۱۰-۴: نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از رگرسیون خطی.....
119	جدول ۱۱-۴: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه دوم از نظر میزان تمرکز سهامداران نهادی.....
120	جدول ۱۲-۴: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه دوم از نظر علامت CPSV.....

فهرست جداول و اشکال

صفحه	عنوان
121	جدول ۴-۱۳: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه دوم برای صنایع مختلف
122	جدول ۴-۱۴: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه سوم برای صنایع مختلف
123	جدول ۴-۱۵: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه سوم از نظر علامت CPSV
125	جدول ۴-۱۶: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه سوم برای صنایع مختلف
126	جدول ۴-۱۷: نتایج آزمون فرضیه چهارم
127	جدول ۴-۱۸: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه چهارم از نظر علامت CPSV
128	جدول ۴-۱۹: نتایج آزمون تکمیلی فرضیه چهارم برای صنایع مختلف
130	جدول ۴-۲۰: نتایج آزمون فرضیه پنجم با استفاده از t-test
131	جدول ۴-۲۱: نتایج آزمون فرضیه پنجم برای صنایع مختلف
132	جدول ۴-۲۲: خلاصه وضعیت تأیید یا رد فرضیه‌ها
134	جدول ۵-۱: فرضیه‌های تحقیق و خلاصه نتایج آزمون‌ها

فهرست علائم اختصاری

علائم	شرح
BHOLD	درصد مالکیت سهامداران نهادی
CAPM	مدل الگوی قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای
COMPENSATION	پاداش هیات مدیره
CONC	تمرکز مالکیت سهامداران نهادی
CPSV	ارزش ایجاد شده هر سهم
CSV	ارزش ایجاد شده برای سهامداران
CVA	ارزش افزوده نقدی
DUAL	تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره
DESM	مدل هموارسازی نمایی مضاعف
EBO	مدل ارزیابی حسابداری
EP	سود اقتصادی
EVA	ارزش افزوده اقتصادی
MAD	میانگین قدرمطلق انحرافات
MAPE	میانگین قدرمطلق درصد خطا
MSE	میانگین مربع خطا
MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
MVA	ارزش افزوده بازار
UTBOARD	نسبت مدیران غیرموظف
OECD	سازمان همکاری و توسعه اقتصادی
REVA	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده
RI	سود باقیمانده

پیشگفتار

در پی رسوایی‌های مالی اخیر، حاکمیت شرکتی و هدایت و کنترل شرکتها مورد توجه بیشتری قرار گرفته است و در این میان جایگاه هیات مدیره شرکت به‌عنوان نهاد هدایت کننده بیش از پیش اهمیت می‌یابد، زیرا نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد و به عبارت دیگر هیات مدیره شرکت، قلب آن محسوب می‌شود. عوامل زیادی می‌توانند بر هیات مدیره تاثیر گذار باشند. در این میان، سهامداران نهادی می‌توانند با اعمال نفوذ در هیات مدیره، بر هدایت و کنترل شرکت تاثیر گذارند و پاداش هیات مدیره به‌عنوان یکی از راه‌حل‌های تعارض بین منافع مدیران و سهامداران می‌تواند بر عملکرد شرکت تاثیرگذار باشد و همچنین تعداد مناسب مدیران غیرموظف در هیات مدیره و تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره می‌توانند باعث کاهش تمرکز قدرت در هیات مدیره و اتخاذ تصمیمات بهینه در جهت حداکثرکردن ثروت سهامداران شوند.

در این تحقیق رابطه برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی را با ارزش ایجاد شده برای سهامداران مورد مطالعه قرار خواهیم داد. مطالب در پنج فصل ارائه خواهد شد به این ترتیب که:

در فصل اول به بیان مساله تحقیق و تشریح حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران، اهداف و فرضیه‌های تحقیق و استفاده‌کنندگان از نتایج تحقیق پرداخته می‌شود و همچنین ضمن بیان روشها و مدل‌های آزمون فرضیه‌های تحقیق، تعریف پاره‌ای از واژه‌های کلیدی تحقیق از نظر خواهد گذشت.

در فصل دوم ضمن ارائه مروری بر مبانی نظری و مدل‌های پایه‌ای تحقیق، خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده در این زمینه ارائه خواهد شد.

در فصل سوم جامعه آماری، نحوه انتخاب نمونه، روشهای جمع‌آوری داده‌ها، قلمرو زمانی تحقیق، فرضیه‌های تحقیق و روشهای آماری جهت آزمون فرضیه‌ها تشریح خواهد شد.

در فصل چهارم ضمن ارائه آمار توصیفی متغیرهای تحقیق، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها مطرح شده و در پایان ماتریس رابطه بین متغیرهای تحقیق ارائه خواهد شد.

فصل پنجم دربرگیرنده یافته‌های تحقیق و نتیجه‌گیری است و در پایان محدودیت‌های تحقیق، پیشنهاد‌های حاصل از تحقیق و نیز پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آتی ارائه خواهد شد.

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱) مقدمه

با ایجاد شرکت‌های سهامی و جدایی مالکیت از مدیریت مشکلاتی بوجود آمد که امروزه به آن مشکلات نمایندگی گفته می‌شود. هنگامی که یک شخص (کارگزار)، بخشی از ثروت خود را در اختیار شخص دیگری (نماینده) قرار می‌دهد، اطلاعات و مهارت‌های نماینده باعث می‌شود کارگزار (موکل) با ریسک تخلف و تخطی نماینده از قراردادهای فی مابین مواجه باشد. پس از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی می‌بایست اطلاعات مصون‌سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو می‌شد. تلاش‌های زیادی جهت یافتن راه‌حلی مناسب برای همسو کردن منافع و انگیزه‌های کارگزار و نماینده صورت گرفته است. کانون تلاش‌های انجام شده جهت حل مساله نمایندگی، سیستم حاکمیت

شرکتی است. در سالهای اخیر، حاکمیت شرکتی به یک جنبه اصلی و پویای دنیای تجارت تبدیل شده و توجه به آن به طور تصاعدی رو به افزایش است. اینک توجه و پیشرفت در اعمال حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت می گیرد. سازمان های بین المللی مانند سازمان همکاری و توسعه اقتصادی استانداردهای بین المللی را در این زمینه فراهم می کنند (حساس یگانه، پوریانسن، ۱۳۸۴). وقایع مربوط به فروپاشی شرکت های بزرگ آمریکا در سال ۲۰۰۲ نشان می دهد که راه حل های موجود چندان مناسب و رضایت بخش نیستند و باید گزینه های دیگری نیز مطرح شوند تا ما را در ایجاد سیستم حاکمیت شرکتی رضایت بخش تر یاری کنند.

۲-۱) تشریح و بیان مساله

با فروپاشی شرکتهایی نظیر آدلفیا، انرون و ورلد کام در ایالات متحده و مارکنی در بریتانیا و رویال آهولد در هلند، جامعه مالی توجه بیشتری به حاکمیت شرکتی پیدا کرد. این رسوایی ها نیاز برای بهبود شیوه های عملی حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری را آشکار نمود. در پی این رسوایی ها در امریکا کنگره قوانین جدیدی نظیر ساربینز آکسلی را وضع نمود و انجمن های جدیدی نظیر هیات ناظر عام ایجاد شدند و کمیته های حسابرسی دارای اختیار بیشتری در سیستم های کنترل داخلی شدند.

در تحقیقات انجام شده، گامپرز و همکاران^۱ (۲۰۰۳) رابطه حاکمیت شرکتی را با بازده بلند مدت حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت و معیار های حسابداری اندازه گیری عملکرد مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که شرکتهای تجاری که به خوبی رهبری شده اند در مقایسه با شرکتهای تجاری مشابهی که به گونه ای ضعیف رهبری شده بودند بازده و ارزش بالاتری دارند و صورتهای مالی این شرکتهای عملکرد عملیاتی بهتری را نشان می دهد. براوان و کی ل^۲ (۲۰۰۵) دریافتند که موسساتی که بهتر رهبری شده اند دارای سودآوری نسبتا بیشتر، قیمت سهام بالاتر و پرداختهای نقدی بیشتری به سهامداران نشان هستند. این یافته ها احتمالا سرمایه گذاران را تشویق می کند تا حاکمیت شرکتی را در تصمیمات سرمایه گذاری مد نظر قرار دهند (ال میر، سبوی، ۲۰۰۸).

با افزایش رقابت جهانی، واحدهای تجاری برای اینکه در عرصه رقابت باقی بمانند تلاشهایشان را به خلق ارزش برای سهامدار معطوف کرده اند. بر این اساس برای واحدهای تجاری مهم است تا ارزشی را که برای سهامداران ایجاد می کنند اندازه گیری نمایند. حفظ توالی ارزش ایجاد شده سال به سال، واحدهای تجاری را قادر می کند تا تصمیمات گذشته را ارزیابی و تصمیماتی اتخاذ کنند که خلق ارزش برای سهامدار را بهبود خواهد بخشید. شرکتهای به دلایل زیادی

^۱. Gompers et al.

^۲. Brown and Caylor

به دنبال انتخاب یک سیستم اندازه گیری ارزش سهامدار می باشند. نخست ارزش بهترین معیار اندازه گیری عملکرد است چون تنها معیار اندازه گیری است که جامع می باشد، و بنابراین برای تصمیم گیری مفید است. با افزایش ارزش سهامدار، شرکتها می توانند ارزش را برای سایر ذینفعان (مشتریان، کارکنان، دولت، و تامین کنندگان سرمایه) به حداکثر برسانند. دوم، سهامداران تنها ذینفعانی هستند که به طور همزمان ادعای همه کسانی را که به دنبال حداکثر کردن ثروتشان هستند، حداکثر می کنند. نهایتاً واحدهای تجاری که نمی توانند برای سهامدارانشان ارزش خلق نمایند، خواهند دید که جریان سرمایه ها، در مقایسه با رقبایی که برای سهامدارانشان ارزش خلق نموده اند، از آنها دور می شود (ویسوانادهام، پورنیماس، ۲۰۰۵)^۳.

در شرکت‌های پیشرفته تفکیک مالکیت و مدیریت، مشکلات نمایندگی را ایجاد کرده است چون اهداف سرمایه گذاران و مدیران از هم جدا است. حال اگر یک سرمایه گذار تصمیم بگیرد که فعالیتش را در شرکت افزایش دهد با مشکل سواری مجانی مواجه خواهد شد، زیرا سایر سهامداران نیز از تلاشهای وی در جهت کنترل مدیریت منتفع می شوند. این هزینه کنترل باید تقبل شود و سرمایه گذار فعال از طریق افزایش سهامش در شرکت، خودش را در معرض تنوع سازی کمتری قرار می دهد. هلدرنس^۴ (۲۰۰۳) بیان می کند که دو عامل در ایجاد انگیزه کنترل نقش دارند: ۱- منافع مشترک حاصل از کنترل ۲- نفع شخصی حاصل از کنترل. در حالی که منافع مشترک حاصل از کنترل، ارزش شرکت را افزایش می دهد، نفع شخصی موجب کاهش آن می شود و تاثیر معکوسی بر سهامداران جزء دارد. بعلاوه تاثیر معکوس بوسیله تضادها و عدم توافقیهای مالکان نهادی دارای نفوذ قابل ملاحظه در شرکت، ممکن است کارایی ائتلاف آنها را کاهش دهد که این تمرکز مالکیت می تواند به مزایای مدیریتی منفی منتج شود (بدو، اکس، ۲۰۰۷)^۵. در مورد ارتباط بین سطح سرمایه گذاری نهادی و ارزش شرکت، پوند (۱۹۸۸) دو فرضیه متضاد مطرح کرده است: فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع. فرضیه نظارت کارآمد بیان می کند که با سرمایه گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کاراتری توسط آنها اعمال می شود و اختلافات عقیده و مشاجرات نمایندگی به احتمال قوی برطرف می گردد. براساس این فرضیه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه‌ای مثبت قابل پیش بینی خواهد بود. در مقابل، فرضیه همگرایی منافع بیان می دارد که سهامداران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی استراتژیک با مدیریت دارند. بر اساس این فرضیه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه‌ای منفی قابل پیش بینی خواهد بود (حساس یگانه، مرادی، اسکندر، ۱۳۸۷).

یکی از موارد مهم حاکمیت شرکتی که در سالهای اخیر توجه زیادی به آن شده و اصلاح گردیده است، ساختار هیات مدیره است. یک هیات مدیره به عنوان تیمی از افراد با مسئولیت رهبری و هدایت یک شرکت و با هدف اولیه

³.Viswanadham and Poornima

^۴.Holderness

⁵.Bedo, Zsolt and Acs, Barnabas

محافظت از منافع سهامداران نگریده می شود. بنابراین یک هیات مدیره در تنظیم اهداف شرکت که همانا حداکثر کردن ارزش سهامداران در بلندمدت است، مسئول می باشد. همچنین هیات مدیره در ارزیابی مناسب بودن شیوه ها و استراتژی هایی که مدیریت جهت رسیدن به اهداف شرکت مورد استفاده قرار می دهد، مسئول است. هیات مدیره برای اینکه از بکارگیری موثر یک استراتژی اطمینان حاصل کند، عملکرد مدیریت را به دقت مورد بازنگری قرار می دهد و این کار را با هدف اعطای پاداش یا تنبیه مدیریت انجام می دهد. حاکمیت شرکتی به عنوان یک محرک عملکرد واحد تجاری و یک معیار حیاتی برای ارزشیابی واحد تجاری و تضمینی برای اعتبار گزارشات مالی و حسابداری تعبیر شده است. بنابراین حاکمیت شرکتی می تواند هم اطلاعات حسابداری و هم ارزش بازار را تحت تاثیر قرار دهد. در تحقیق های زیادی رابطه معیار های اقتصادی با خلق ارزش بررسی شده و نتایج متفاوتی حاصل شده است. به عنوان مثال فرناندز (۲۰۰۲) در تحقیقی که انجام داد به این نتیجه رسید که معیارهای اقتصادی نظیر ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، سود اقتصادی و ارزش افزوده نقدی توانایی اندازه گیری ارزش ایجاد شده برای سهامداران را ندارند.

هدف از این تحقیق یافتن پاسخی علمی به این پرسش می باشد که آیا بین حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه معنی داری وجود دارد؟ با توجه به اینکه در ایران تحقیق هایی در مورد رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با مدیریت سود، ارزش شرکت و عملکرد شرکت صورت گرفته است، در تحقیق حاضر می خواهیم رابطه برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از جمله وجود مدیران غیر موظف، سرمایه گذاران نهادی، پاداش هیات مدیره، تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره را با ارزش ایجاد شده برای سهامداران مورد ارزیابی قرار دهیم. بنابراین پرسش هایی که این تحقیق در پی یافتن پاسخی علمی برای آنها است عبارتند از:

- ✓ آیا بین وجود سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه ای وجود دارد؟
- ✓ آیا بین تمرکز سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه ای وجود دارد؟
- ✓ آیا بین وجود مدیران غیر موظف در ترکیب هیات مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه ای وجود دارد؟
- ✓ آیا بین پاداش هیات مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه ای وجود دارد؟
- ✓ آیا بین تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه ای وجود دارد؟

از آنجا که فواید خصوصی سازی و سرمایه گذاری مبتنی بر بازار یکی از مباحث اقتصادی روز است، خصوصی سازی میزان حاکمیت شرکتی را در مجموعه هایی که قبلاً در اختیار دولت بوده است افزایش می دهد و شرکت ها ناچارند که برای تامین سرمایه به بازار متوسل شوند، بنابراین تلاش می کنند تا در بورس پذیرفته شوند. افزایش حرکت سرمایه از مالکیت شخصی به سمت مالکیت شرکتی باعث افزایش ریسک اخلاقی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت می شود. این خطر وجود دارد که مدیران برای کسب سود و خلق ارزش تلاش کافی نکنند و هر نوع ضعف در عملکرد شرکت را بر مبنای عواملی که خارج از کنترل آنها می باشد توجیه کنند و یا سهامداران عمده که کنترل شرکت را در دست دارند از طریق انجام معاملات غیر منصفانه با شرکت ها و اشخاص وابسته به خود و برخورداری از مزیت نسبی پردازش اطلاعات به زیان سایر سرمایه گذاران عمل کنند. این وضعیت نیز باعث بی اعتمادی سهامداران و اخلال در عملکرد بازارهای سرمایه خواهد شد.

حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز به حیات سالم بنگاه اقتصادی در درازمدت توجه دارد و به این خاطر در صدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمانها حفاظت به عمل آورد. در این تحقیق می خواهیم رابطه معیارهای حاکمیت شرکتی در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران را با ارزش ایجاد شده برای سهامداران مورد مطالعه قرار دهیم.

۱-۴) اهداف تحقیق

۱. اهداف علمی: با انجام این تحقیق می خواهیم تا ادبیات حاکمیت شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد را مورد مطالعه قرار دهیم و به مبانی نظری این موضوعات بیافزاییم.

۲. اهداف کاربردی:

✓ تعیین رابطه بین وجود مدیران غیر موظف، سرمایه گذاران نهادی، پاداش هیات مدیره، تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره به عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران به منظور نشان دادن اهمیت موضوع حاکمیت شرکتی در شرکتهای ایرانی.

✓ ارائه معیاری جدید برای ارزیابی و مقایسه شرکت ها توسط سرمایه گذاران با بررسی حاکمیت شرکتی و مکانیزم های آن.

✓ به کارگیری نتایج تحقیق توسط سازمان حسابرسی (هیات تدوین استانداردهای حسابداری)، سازمان بورس اوراق بهادار، جامعه حسابداران رسمی و سایر مراجع تدوین کننده قوانین و مقررات.

۱-۵) فرضیه های تحقیق

بر اساس پرسش های مطرح شده در قسمت بیان مساله، فرضیه های زیر قابل صورت بندی است: